

## 公司研究

### 其它专用机械/专用设备/机械设备

投资评级	增持
评级变动	首次
总股本	2.03 亿股
流通股本	0.67 亿股
ROE (摊薄)	12.70%
每股净资产	3.19 元
当前股价*	20.67 元

注：上述财务数据截止 2017 年年报  
\*4 月 12 日收盘价

长城国瑞证券研究所

分析师：

黄文忠

huangwenzhong@gwgsc.com

执业证书编号：

S0200514120002

联系电话：0592-5169085

研究助理：

胡晨曦

执业证书编号：

S0200116080033

huchenxi@gwgsc.com

地址：厦门市思明区莲前西路 2 号莲富大厦 17 楼

长城国瑞证券有限公司

### 英维克 (002837)

——温控节能行业领先者，收购上海科泰切入轨交空调领域

#### 主要观点：

◆国内领先的精密温控节能设备提供商，坐拥三大产品线。公司主要从事精密温控节能设备的研发、生产、销售业务，目前拥有机房温控节能、户外机柜温控节能、新能源车用空调三大产品线，产品广泛应用于通信、云计算数据中心、金融、智能电网、储能电站、工业自动化、新能源车等行业。2017 年，公司实现营业收入 78,698.74 万元，同比增长 51.86%；实现归属于上市公司股东的净利润 8,560.67 万元，同比增长 19.22%。

◆受益于数据中心投资建设，机房温控节能产品高速增长。近年来，数据中心投资建设持续增长，尤其是大型、超大型数据中心的投资迅速增长。中国 IDC 圈研究中心发布的《2016-2017 年中国 IDC 产业发展研究报告》显示，2016 年全球 IDC 整体市场规模达到 451.9 亿美元，增速为 17.5%；中国 IDC 市场依旧保持高速增长的态势，市场总规模为 714.5 亿元人民币，同比增长 37.8%。中国 IDC 市场规模持续上升，预计 2019 年，市场规模将接近 1900 亿元。据工信部数据，截止 2016 年底，我国在用数据中心达到 1641 个，总体装机规模达到 995.2 万台服务器，规划在建数据中心共计 437 个，规划装机规模约 1000 万台，与在用规模基本相当。

公司的机房温控节能产品主要针对数据中心、企事业单位服务器机房、通信设备机房、高精度实验室等领域。公司机房温控节能产品受益于数据中心的持续投资建设，业绩快速增长。2017 年，公司机房温控节能产品实现营业收入 4.32 亿元，同比增长 91.48%，占总营收比重为 54.84%。公司已为阿里巴巴、腾讯、万国数据、数据港、中国联通、中国电信、中国移动等用户的大型数据中心提供了大量高



效节能的制冷系统及产品。

◆**技术研发创新能力突出，紧跟行业需求变化，快速推出优质产品。**近年在数据中心市场需求持续增长的同时，其行业需求发生着一些变化，包括模块化数据中心的广泛使用、大型数据中心对能耗要求的提高等。公司紧跟行业的需求变化，推出了 iFreecooling 多联式泵循环自然冷却机组、XRow 列间空调、XFlex 模块化间接蒸发冷却机组、XStorm 直接蒸发式高效风墙冷却系统、XSpace 微模块数据中心、XRack 微模块机柜解决方案等产品。公司产品线齐全，不断针对行业需求变化推出新产品。

针对数据中心模块化占比提高的变化，公司的核心产品为 XRow 列间空调和 XSpace 微模块，相关产品已被列入腾讯、阿里巴巴的供应商短名单后得到大规模应用，并已成为众多模块化数据中心集成商的优选品牌。针对大型云计算数据中心对建设周期和能耗降低的要求提高，核心产品除了传统的 CyberMate 冷冻水机房专用空调以外，近年还针对性推出了 XFlex 模块化间接蒸发冷却机组和 XStorm 直接蒸发式高效风墙冷却系统，经过 2016 年、2017 年两年时间，已成为国内蒸发式冷却大规模商用的主流提供商，引领了该领域的技术潮流。在 2017 年，公司升级推出模块化 XFlex 间接蒸发冷却机组，实现了工程产品化、标准化并已规模化商用，极大缩短了大型数据中心的建设周期，有望成为该类数据中心建设的主流。

◆**机柜温控类产品保持领先地位，积极拓展下游新行业应用及海外市场。**公司的机柜温控节能产品主要是针对无线通信基站、宽带接入站点、智能电网各级输配电设备柜等户外机柜应用场合，产品主要包括：交流供电压缩机空调、直流供电压缩机空调、压缩机空调与热管一体机、热交换器等。公司直接将产品销售并服务于华为、中兴通讯、科信技术、Eltek 等国内外主流的通信设备制造商。凭借扎实的技术创新能力、优良的产品品质、有竞争力的性价比和品牌美誉度，公司在通信行业的需求中始终获得市场份额的提升并保持在行业显著领先的地位。2017 年，4G 基站年新增数量按历史趋势预测有所放缓，5G 的基站建设尚未展开。公司积极开拓海外市场，获得了



全球性通信主设备制造商对公司产品的技术、品质的认可，2017 年已通过户外机柜设备集成商获得爱立信的相关批量温控设备收入。在通信以外的领域，公司努力开拓电力、储能、工业、充电桩等新的行业应用，陆续推出针对性的机柜级设备散热产品。2017 年，公司机柜温控节能产品实现营业收入 2.37 亿元，同比增长 27.31%，占总营收比重为 30.17%。

◆**新能源车用空调小幅增长，整车厂配套覆盖逐年提升。**公司的新能源车用空调主要是针对中、大型电动客车的电空调产品，包括在公交、通勤、旅运等具体的应用场合。区别于传统的燃油客车，新能源客车空调的供电来自电池组，公司凭借在通信和数据中心领域的电空调技术和工艺积累，成功将技术复用于新能源客车空调。受相关政策调整及出台时间的影响，2017 年中国新能源客车的产量较 2016 年有所下降，且需求季节性滞后到三季度末和四季度。中国产业信息的数据显示，2017 年我国新能源客车产量约 10.52 万辆，同比下降 22.25%。公司在新能源车用空调的营业收入在 2017 年第四季度出现需求和发货的大幅反弹，2017 年全年实现营业收入 8,951.97 万元，同比增长 2.04%，毛利率达 39.42%。公司自进入新能源客车空调领域后，凭借积累的电空调技术优势，在客车整车厂的配套覆盖逐年扩展，市场份额与行业影响力得到逐年提升，赢得了包括比亚迪、南京金龙、中车时代等电动客车整车厂的信任。

◆**收购上海科泰，切入轨交空调领域。**2017 年，公司发布预案拟收购上海科泰 95.0987% 股权。上海科泰是一家专注于城市轨道交通车用空调、客车空调产品的研发、生产、销售及服务的公司，在城市轨道交通车用空调领域处于技术领先地位，拥有轨道交通列车空调、轨交空调架修及维护服务和客车空调三大产品类别。目前已服务于中车浦镇、中车长客、申通南车、申通北车、郑州宇通等知名企业。公司通过收购上海科泰可将产品应用领域拓展至城市轨道交通车辆空调，进一步完善公司的产业布局。2017 年，上海科泰的轨道交通列车空调实现营业收入 6,927.87 万元，同比增长 35.81%，占总营收比重 49.35%。交易对手承诺 2018 年度、2019 年度、2020 年度上海



科泰扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润（剔除上海科泰实施员工股权激励所导致的股份支付会计处理对公司损益的影响）分别不低于 2,142 万元、2,668 万元、3,478 万元。2018 年 4 月 12 日，此次收购获得中国证监会并购重组委核准批复。

### 投资建议：

暂不考虑上海科泰并表对于 2018 年的业绩贡献，考虑 2019、2020 年上海科泰业绩贡献及收购发行股份摊薄影响，我们预计公司 2018/2019/2020 年实现归母净利润 1.22/1.61/1.88 亿元，对应 EPS 0.60/0.75/0.88 元，对应 PE 34/28/23 倍。考虑数据中心建设持续增长，公司切入新能源车用、轨交用空调领域，我们首次给予其“增持”投资评级。

### 风险提示：

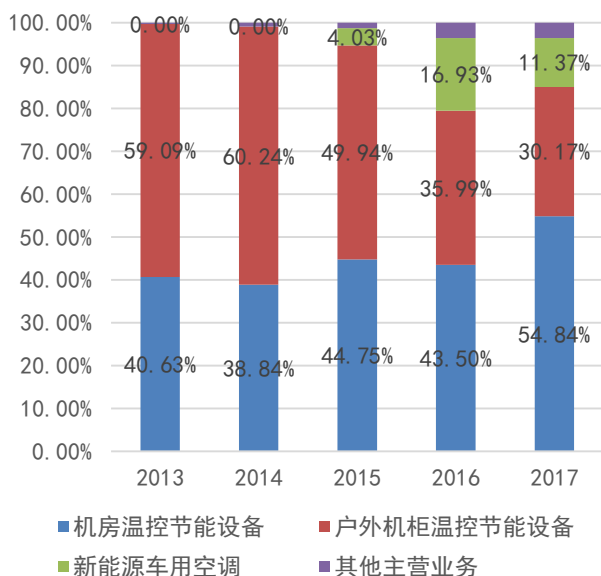
数据中心投资建设进度放缓；机柜温控节能产品需求放缓；应收账款减值风险。

### 主要财务数据

关键指标	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	786.99	1072.37	1555.13	1812.65
增长率	51.86%	36.26%	45.02%	16.56%
归属母公司股东净利润（百万元）	85.61	121.78	161.47	188.49
增长率	19.22%	42.25%	32.59%	16.73%
基准股本（百万，考虑收购上海科泰发行股份）	202.58	202.58	215.06	215.06
每股收益（元，考虑发行股份摊薄）	0.43	0.60	0.75	0.88
销售毛利率	34.34%	34.31%	34.26%	34.43%
净资产收益率	12.70%	15.99%	18.39%	18.60%

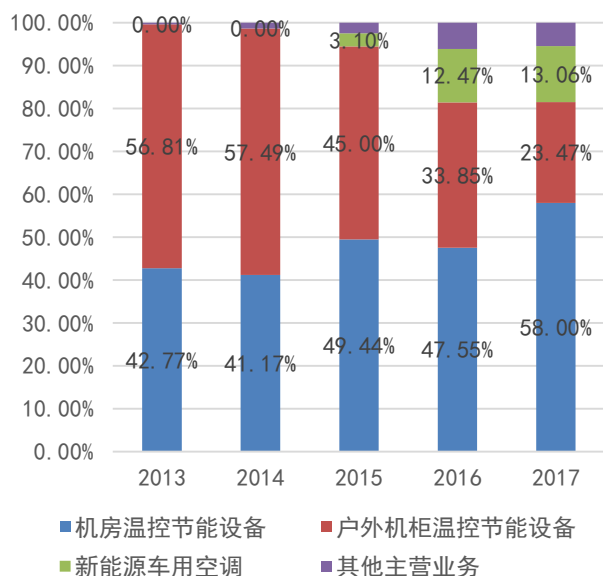
数据来源：Wind，长城国瑞证券研究所

图表 1 2013-2017 年公司营业收入结构



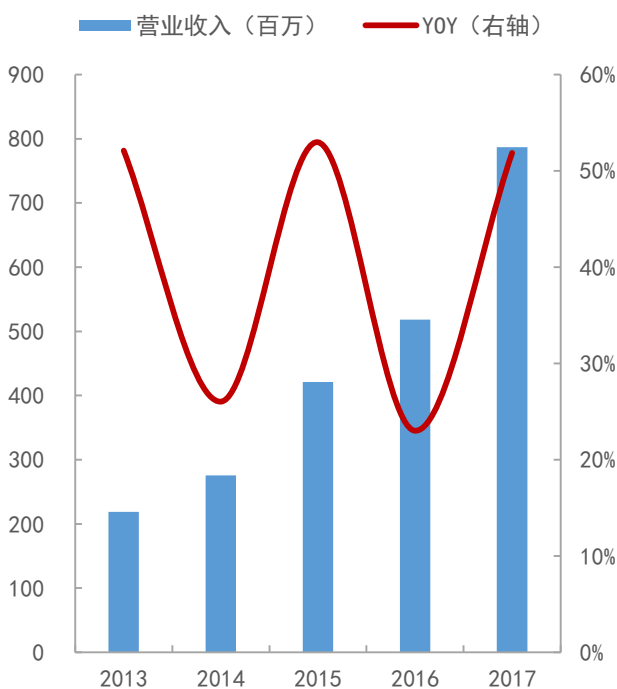
数据来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

图表 2 2013-2017 年公司毛利结构



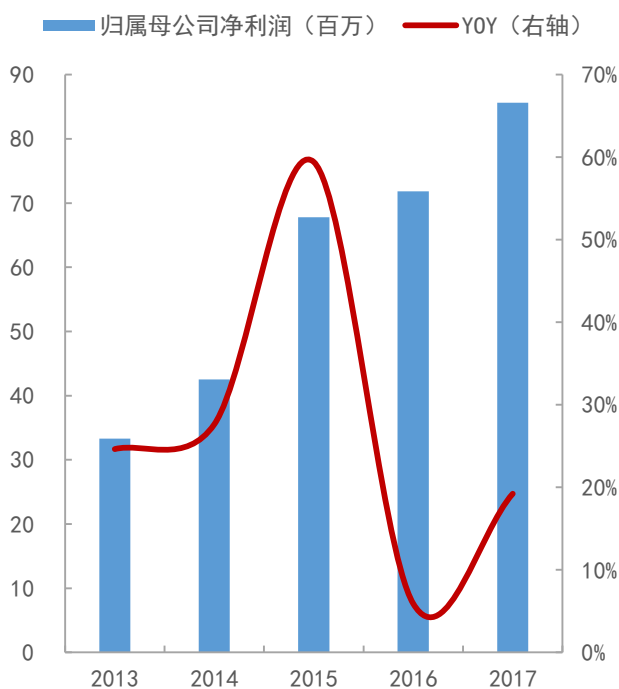
数据来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

图表 3 2013-2017 年公司营业收入及增速



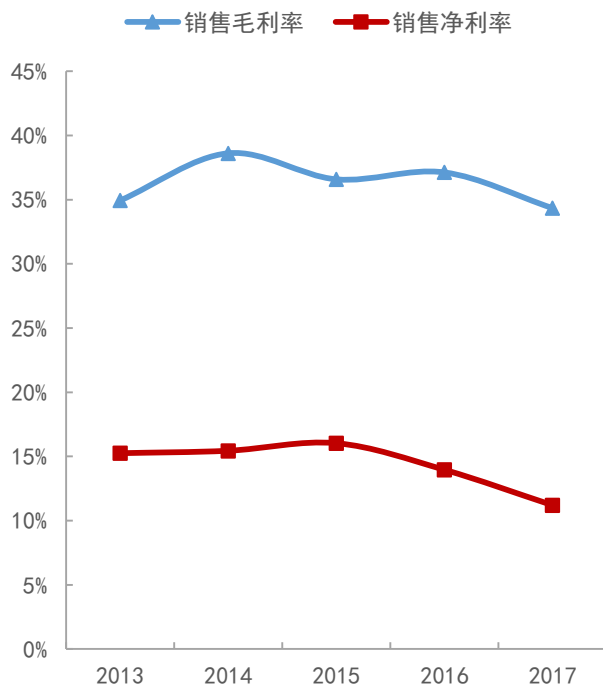
数据来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

图表 4 2013-2017 年归属母公司净利润及增速



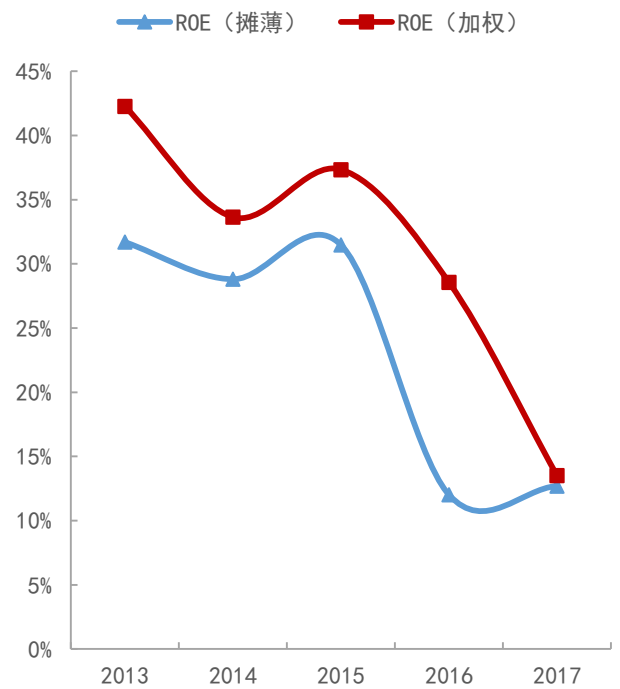
数据来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

图表 5 2013-2017 年公司销售毛利率与净利率



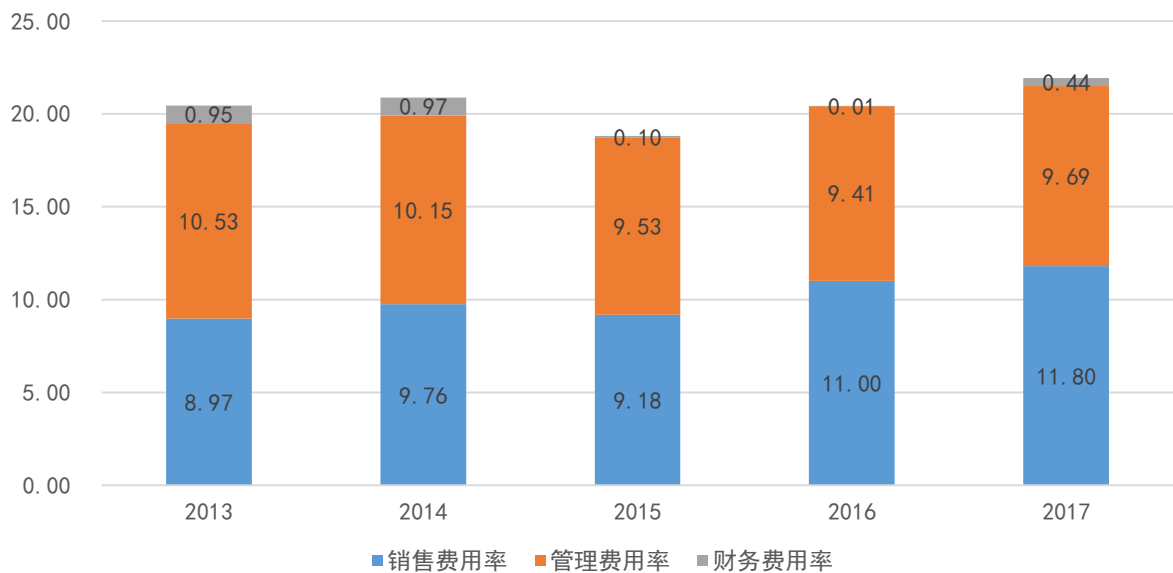
数据来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

图表 6 2013-2017 年公司净资产收益率



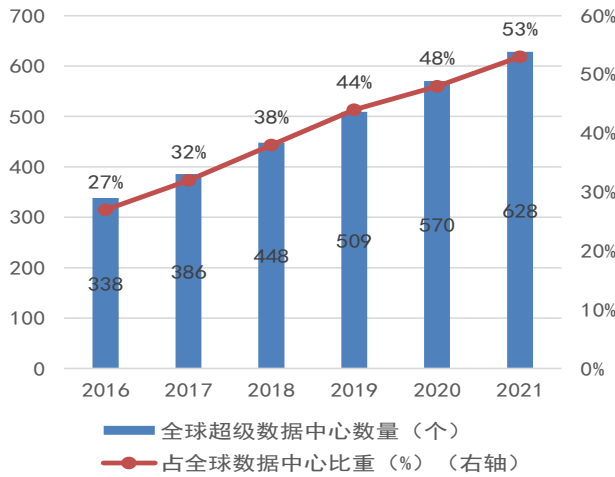
数据来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

图表 7 公司期间费用率 (%)



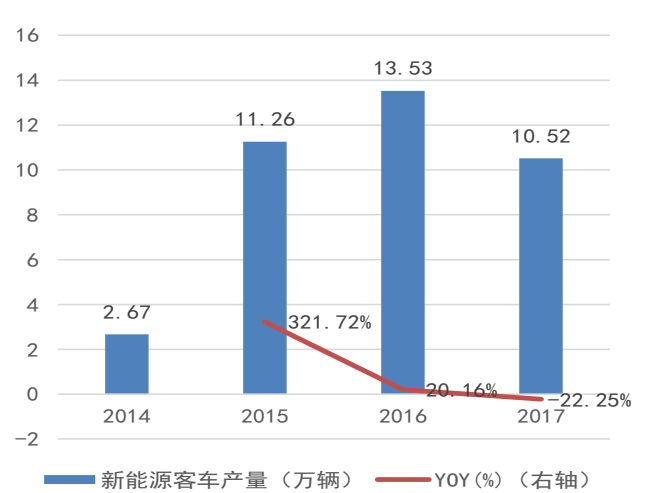
数据来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

图表 8 全球超级数据中心增长及占比



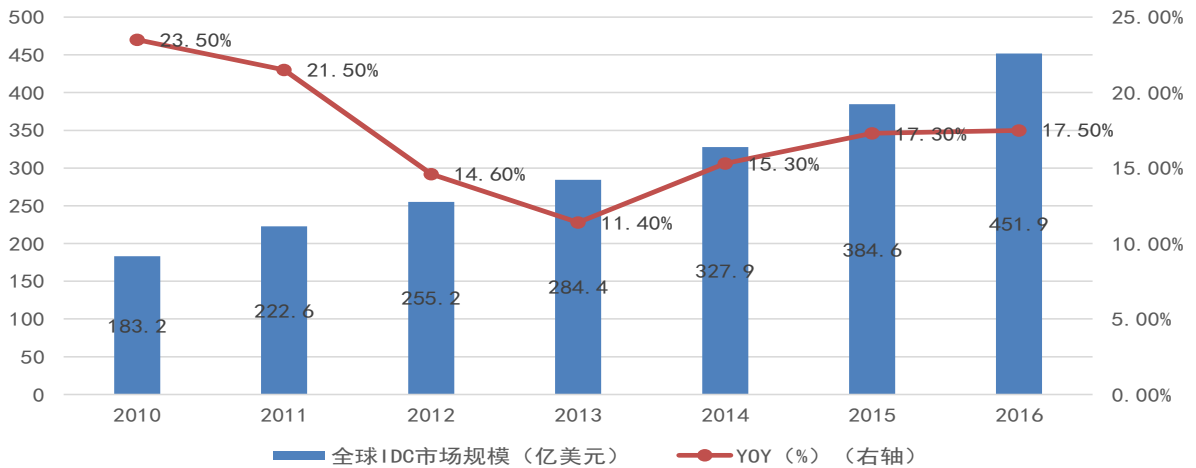
数据来源: Cisco, 长城国瑞证券研究所

图表 9 新能源客车产量情况



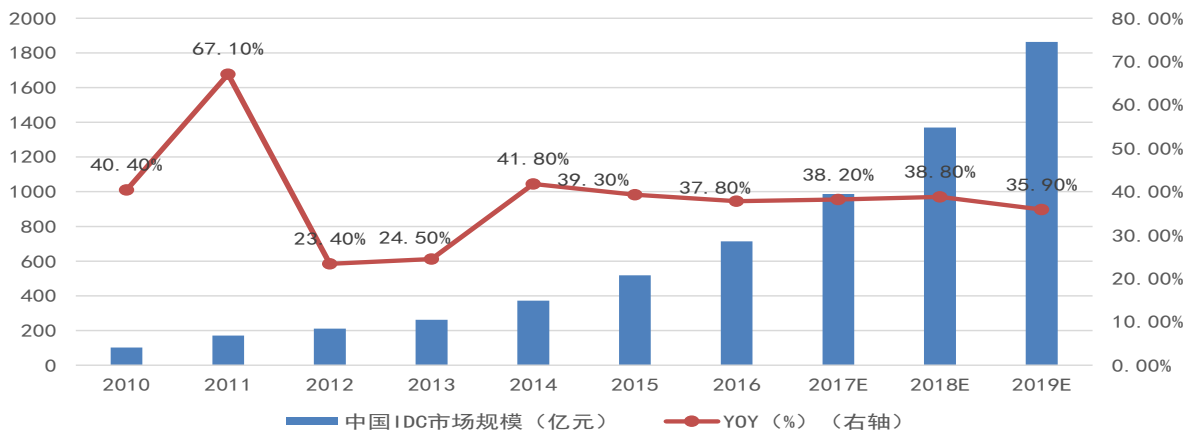
数据来源: 中国产业信息, 长城国瑞证券研究所

图表 10 全球 IDC 市场规模历年增速



数据来源: 中国 IDC 圈, 长城国瑞证券研究所

图表 11 中国 IDC 市场规模历年增速及预测



数据来源: 中国 IDC 圈, 长城国瑞证券研究所

**盈利预测**
**图表 12 盈利预测**
**单位：百万元**

利润表	2017A	2018E	2019E	2020E	资产负债表	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	786.99	1072.37	1555.13	1812.65	货币资金	481.01	605.19	877.63	1022.96
减：营业成本	516.70	704.44	1022.33	1188.54	应收和预付款项	524.87	492.24	982.78	736.38
营业税金及附加	4.08	5.55	8.05	9.39	存货	155.25	210.98	320.51	297.39
营业费用	92.86	126.53	183.49	213.88	其他流动资产	8.66	8.66	8.66	8.66
管理费用	76.27	103.92	150.70	175.66	长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	3.48	-11.84	-7.79	-9.28	投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	11.40	15.53	22.53	26.26	固定资产	59.48	37.26	8.04	-24.90
投资收益	3.08	0.00	0.00	0.00	无形资产	8.16	7.03	5.90	4.76
公允价值变动	0.00	0.00	0.00	0.00	其他非流动资产	20.35	5.69	5.03	5.03
其他经营损益	15.78	15.78	15.78	15.78	资产总计	1257.78	1367.04	2208.54	2050.27
营业利润	101.06	144.01	191.59	223.98					
其他非经营损益	1.58	2.00	2.00	2.00	短期借款	105.00	101.74	584.37	360.25
利润总额	102.64	146.01	193.59	225.98	应付和预收款项	307.60	397.93	635.84	560.48
所得税	14.51	20.64	27.37	31.94	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	88.13	125.37	166.22	194.04	其他负债	166.66	97.63	97.63	97.63
少数股东损益	2.52	3.59	4.76	5.55	负债合计	579.26	597.30	1317.84	1018.37
归母净利润	85.61	121.78	161.47	188.49	股本	202.58	202.58	202.58	202.58
					资本公积	189.36	189.36	189.36	189.36
现金流量表	2017A	2018E	2019E	2020E	留存收益	282.12	369.69	485.89	621.53
经营活动现金流	-60.59	181.24	-178.07	407.63	归母股东权益	673.99	761.63	877.83	1013.48
投资活动现金流	-34.03	1.72	1.72	1.72	少数股东权益	4.52	8.11	12.87	18.42
融资活动现金流	99.18	-21.90	448.80	-264.02	股东权益合计	678.51	769.74	890.70	1031.90
现金流量净额	1.36	161.05	272.44	145.33	负债和股东权益	1257.78	1367.04	2208.54	2050.27

数据来源：Wind，长城国瑞证券研究所

## 股票投资评级说明

### 证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对强于市场表现20%以上；

增持：相对强于市场表现10%~20%；

中性：相对市场表现在-10%~+10%之间波动；

减持：相对弱于市场表现10%以下。

### 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业超越整体市场表现；

中性：行业与整体市场表现基本持平；

看淡：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数。

### 法律声明：“股市有风险，入市需谨慎”

长城国瑞证券有限公司已通过中国证监会核准开展证券投资咨询业务。在本机构、本人所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价的证券没有利害关系。本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。本报告版权归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、刊载或转发，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。